

Perspektywy rynkowe

SCENARIUSZE DLA RYNKÓW NA 2021 ROK

Data sporządzenia: grudzień 2020 r.

2021 rok powinien być dobrym rokiem dla ryzykownych aktywów takich jak akcje, obligacje korporacyjne, czy surowce. Zakładamy też, że będzie dobry dla walut i innych aktywów z rynków wschodzących.



Pekao TFI

Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych

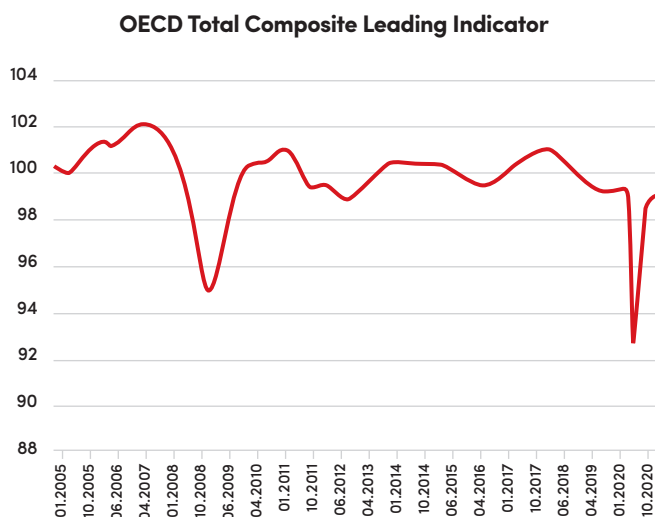
Wprowadzenie



Jacek Babiński, CFA

Wiceprezes Zarządu
odpowiedzialny za Pion Zarządzania Aktywami

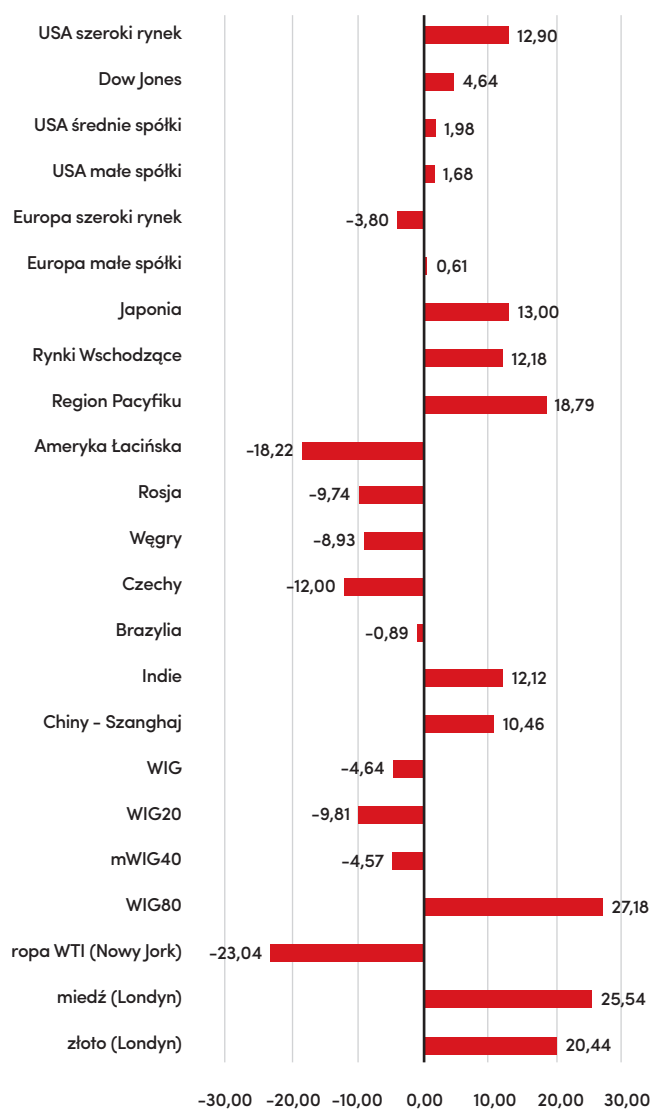
Rok 2020 chyba już na zawsze przejdzie do historii jako rok, w którym pandemia Covid-19 odcisnęła swe piętno na praktycznie każdej dziedzinie ludzkiego życia. Dotyczyło to zarówno światowej gospodarki, jak i rynków finansowych. W odróżnieniu od poprzednich epidemii, które również najczęściej miały swój początek w Azji, tym razem nie udało się zdusić wirusa w zarodku i błyskawicznie rozprzestrzenił się on na cały świat. Skala załamania gospodarczego, która nastąpiła w drugim kwartale 2020 roku wskutek ograniczeń nałożonych przez poszczególne państwa była początkowo tak duża, że w zasadzie nie powinniśmy mówić o recesji tylko o praktycznie całkowitym zastopowaniu gospodarki światowej. Dużym sukcesem okazało się to, że wraz z jej „odmrożeniem” po pierwszej fali pandemii w kolejnym kwartale zdecydowana większość strat została szybko odrobiona (poniżej wykres).



Źródło: Opracowanie własne Pekao TFI na podstawie danych z serwisu Bloomberg, stan na dzień 15.12.2020 r.

OECD Total Composite Leading Indicator – opis znajdą Państwo w słowniku na końcu Perspektyw rynkowych. Podobnie jak inne definicje, czy opisy indeksów.

Zmiany głównych indeksów giełdowych i cen surowców (%) w okresie 31.12.2019 – 14.12.2020 r.



Źródło: Opracowanie własne Pekao TFI na podstawie danych z serwisu Bloomberg.

maskuje przy tym choćby spektakularne wzrosty na wielu klasach aktywów, licząc od tzw. dna spadków, jakie miało miejsce na przełomie marca i kwietnia 2020 r.

W grudniu 2020 r., w momencie powstawania niniejszego komentarza, rynki finansowe dyskontują już sytuację, jaka wg prognoz będzie miała miejsce po Covid-19. Rosną więc ceny ryzykownych aktywów takich jak akcje, obligacje korporacyjne czy surowce. Wśród inwestorów dominuje dawno niewidziany optymizm. Co do zasady, podpisujemy się pod tym optymistycznym scenariuszem. Choć tak wysoki poziom optymizmu może przejściowo negatywnie zaciążyć na koniunkturze rynkowej w pierwszych miesiącach nowego roku. Tym niemniej w naszej ocenie fundamentalnym błędem byłoby dziś zignorowanie długoterminowych skutków pandemii dla rynków finansowych. W naszej ocenie, o ile widać już, że sam Covid-19 nie był w stanie trwale zastopować dobrej koniunktury, to pandemia sama w sobie stanowi katalizator głębokich zmian, z którymi inwestorzy będą musieli się mierzyć przez długie lata.



Makroekonomia, banki centralne i rynek długu



Dariusz Kędziora, CFA

Dyrektor Zespołu
Zarządzania Instrumentami Dłużnymi



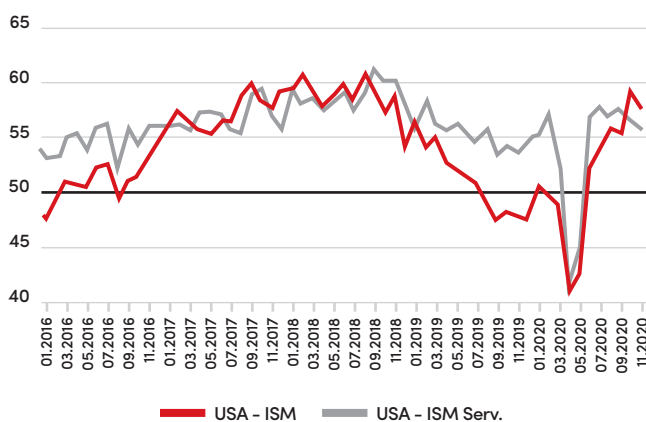
Radosław Cholewiński, CFA

Zastępca Dyrektora Zespołu
Zarządzania Instrumentami Dłużnymi,
Zarządzający portfelem

Rynki rozwinięte: USA i strefa euro

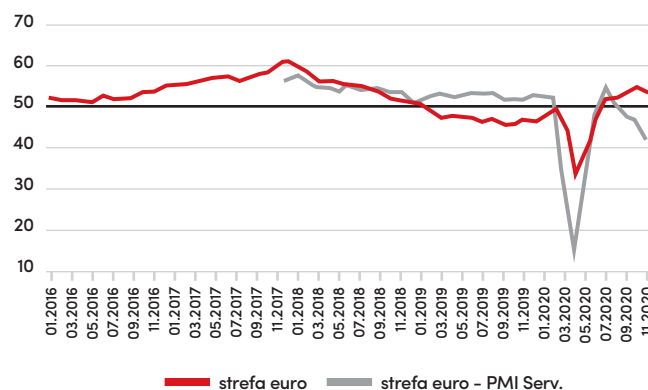
Druga fala pandemii Covid-19 wywołała w czwartym kwartale 2020 roku ponowny spadek aktywności gospodarki światowej. Odmienne jednak niż na wiosnę, skala tego spadku była zróżnicowana w poszczególnych krajach, a nawet w poszczególnych sektorach gospodarki. Tym razem nie doszło do załamania łańcuchów dostaw, a ograniczenia w życiu społeczno-gospodarczym (tzw. lockdown) omijały przemysł, koncentrując się na sektorze usługowym. Ograniczenia te są szczególnie dotkliwe w krajach strefy euro, natomiast w Stanach Zjednoczonych skala ograniczeń w ostatnim kwartale 2020 roku była znacznie mniejsza niż w pierwszej połowie 2020 roku. W rezultacie, prognozowane tempo wzrostu PKB w strefie euro w IV kwartale 2020 r. obniżyło się znacznie bardziej niż w USA.

ISM przemysł i usługi w USA



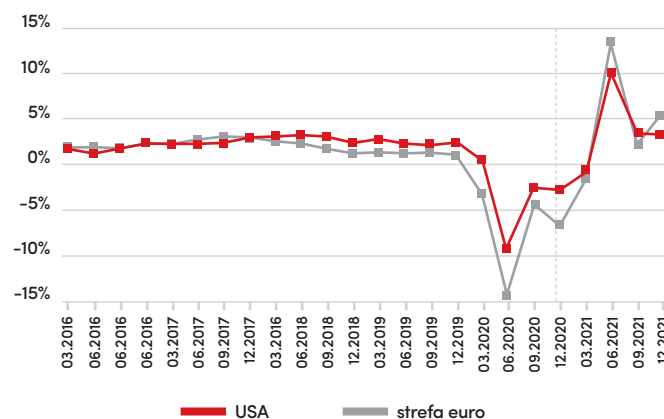
Źródło: Opracowanie własne Pekao TFI na podstawie danych z serwisu Bloomberg, stan na dzień 15.12.2020 r.

PMI przemysł i usługi w strefie euro



Źródło: Opracowanie własne Pekao TFI na podstawie danych z serwisu Bloomberg, stan na dzień 15.12.2020 r.

Wzrost PKB w USA i w strefie euro w latach 1960-2021



Źródło: Opracowanie własne Pekao TFI na podstawie danych z serwisu Bloomberg, stan na dzień 15.12.2020 r. Dane zaprezentowane od IV kw. 2020 r. konsensus wg serwisu Bloomberg.

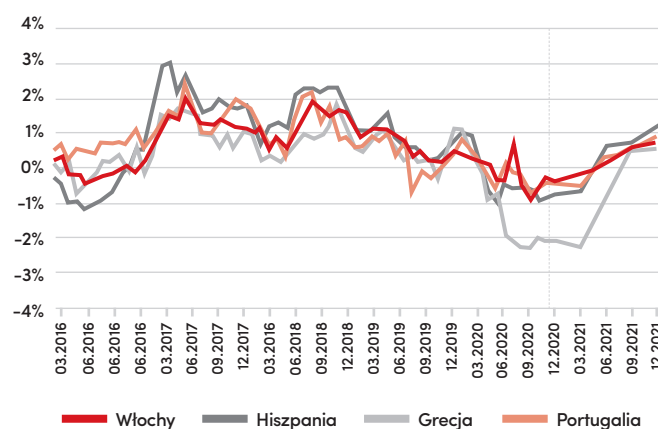


Konsensus prognoz na 2021 r. według danych Bloomberg zakłada, że w I kwartale dojdzie do odbicia wzrostu gospodarczego, a w Stanach Zjednoczonych ożywienie będzie kontynuowane. Prognozy te zakładają implícite, że szczepionka na Covid-19 stanie się efektywnie dostępna w ciągu najbliższych tygodni lub miesięcy, a pandemia i ewentualna tzw. III fala koronawirusa przestaną być czynnikiem ograniczającym wzrost gospodarczy w Europie i USA. W naszym przekonaniu założenie o upowszechnieniu szczepionki w 2021 r. jest zasadne. Jeśli jednak nastąpi ono w dalszej części roku, to nie można wykluczyć, że odbicie gospodarki europejskiej nastąpi odpowiednio później, a tempo ożywienia gospodarki amerykańskiej osłabnie. Ryzyko spowolnienia wzrostu w Stanach Zjednoczonych zyska na znaczeniu, jeśli tamtejsze władze stanowe i federalne zdecydują o wprowadzaniu obostrzeń w życiu społecznym i gospodarczym o podobnej skali co w Europie, do czego może skłaniać bardzo wysoka liczba zachorowań w tym kraju (już ok. 200 tys. osób dziennie).

Konsekwencją załamania aktywności w gospodarkach rozwiniętych jest powstanie luk popytowych (produkcja gospodarek jest poniżej ich potencjału, czego przejawem jest bezrobocie), które będą tłumić presję inflacyjną. Przy obecnym tempie kreacji (tworzenia) nowych miejsc pracy w USA, spadek bezrobocia do poziomu sprzed pandemii potrwa przynajmniej trzy lata. W strefie euro, ze względu na mniejszą elastyczność rynku pracy (wolniejsze dostosowywanie się do sytuacji), wzrost bezrobocia był mniejszy, ale poziom PKB z 2019 r. w ujęciu realnym zostanie osiągnięty dopiero w 2023 r. (przy obecnych średnich prognozach wzrostu na kolejne lata wg agencji Bloomberg). Przez cały ten czas będzie istniała luka popytowa, ograniczając przestrzeń do podwyżek cen artykułów usługowych i towarów konsumpcyjnych trwałego użytkowania.

Nie można wykluczyć przejściowego wzrostu inflacji na skutek efektów statystycznych (np. wygaśnięcie obniżki podatku VAT w Niemczech spowoduje skokowy wzrost inflacji w tym kraju na początku 2021 r.) czy wzrostu cen surowców, jednak nie są to czynniki o charakterze popytowym, istotne z punktu widzenia banków centralnych. Przeciwnie, problemem wielu krajów strefy euro jest deflacja, widoczna zwłaszcza na południu Europy (Portugalia, Hiszpania, Włochy, Grecja), gdzie wpływ bardzo krótkiego i ograniczonego sezonu w usługach turystycznych zaznaczył się w 2020 r. szczególnie mocno. Istnieje ryzyko, że jeśli lockdown sektora turystycznego będzie utrzymany zimą 2021 r., tendencje deflacyjne w usługach dotrą również do krajów Europy Środkowej.

Inflacja w wybranych krajach Europy Południowej (Portugalia, Hiszpania, Włochy, Grecja)



Źródło: Opracowanie własne Pekao TFI na podstawie danych z serwisu Bloomberg, stan na dzień 15.12.2020 r. Dane zaprezentowane od IV kw. 2020 r. konsensus wg serwisu Bloomberg.

Na nieco wyższym poziomie inflacja pozostaje w USA, jednak i tutaj po początkowym wzroście latem, w ostatnich miesiącach wzrost cen konsumpcyjnych wyhamował, sięgając 1,2% r/r (rok do roku) wobec celu Rezerwy Federalnej, który jest na poziomie 2,0% r/r. Fakt, że skutki epidemii w USA odczuwa przede wszystkim sektor usługowy, również sugeruje, że proces wzrostu inflacji może być powolny.

W takim otoczeniu zarówno amerykańska Rezerwa Federalna (FED), jak i Europejski Bank Centralny (EBC), utrzymają najprawdopodobniej luzną politykę pieniężną (niskie stopy procentowe) w daleko dłuższym horyzoncie czasowym niż do końca 2021 roku. Inflacja nie będzie stanowić w najbliższych kwartałach problemu, a dla wzrostu gospodarczego (do czasu zaszczepienia większości populacji) cały czas będą się rysowały ryzyka w postaci nawrotu epidemii. Dodatkowo, jak wskazujemy powyżej, problemem dużej liczby krajów europejskich może być deflacja, co może zwiększać presję na EBC na zwiększenie programu skupu aktywów lub dalsze cięcia stopy depozytowej.

Globalne rynki obligacyjne

W perspektywie całego 2021 roku nie można wykluczyć wzrostu rentowności na globalnych rynkach obligacyjnych. Taki scenariusz, w tym momencie, przeważa wśród opinii analityków większości banków. To, gdzie różnimy się jednak od konsensusu rynkowego, to dużo ostrożniejsze podejście do optymistycznych prognoz gospodarczych. Szczególnie w kontekście pierwszej połowy 2021. Luzna polityka banków

centralnych będzie hamować potencjalne tempo wzrostu rentowności, a dane gospodarcze mogą jeszcze przyprawić rynki o niejedną negatywną niespodziankę, wspierając po raz kolejny wyceny obligacji skarbowych.

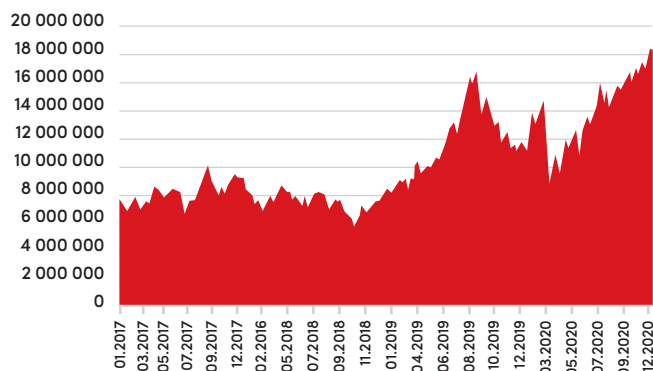
Uważamy również, iż tempo ożywienia gospodarczego w przyszłym roku będzie bardzo niejednorodne. Strukturalne różnice w gospodarkach oraz odmienne skutki epidemii będą prowadziły do znaczących różnic między regionami oraz poszczególnymi krajami. To stwarzać będzie okazje dla inwestorów i zachęcać do aktywnego podejścia do zarządzania portfelami.

Rynki rozwijające się

Luźna polityka monetarna głównych banków centralnych oraz cały czas duża niepewność na rynkach doprowadziły do sytuacji, w której rentowności obligacji w krajach rozwiniętych spadły do historycznie niskich poziomów. Obligacje o wartości 18 bilionów dolarów mają w tym momencie ujemną rentowność. Nie dziwi więc, że coraz większa grupa inwestorów poszukuje inwestycji z pozytywną rentownością, co naszym zdaniem powinno wspierać dług krajów rozwijających się.

Wartość wszystkich obligacji na świecie, których rentowność jest poniżej zera

- Bloomberg Barclays Global Agg Neg Yielding Debt Market Value USD
(dane w mln USD)



Źródło: Opracowanie własne Pekao TFI na podstawie danych z serwisu Bloomberg, stan na dzień 15.12.2020 r.

Historycznie można wskazać na dwa główne czynniki sprzyjające napływowi kapitału na rynki rozwijające się.

Pierwszym są niskie stopy procentowe w krajach rozwiniętych i nadpłynność na rynkach finansowych. Tak jak wspominaliśmy wcześniej, wydaje nam się, iż ten warunek powinien być spełniony jeszcze przez dłuższy czas.

Drugim głównym czynnikiem, który generuje napływy do krajów rozwijających się, jest ożywienie gospodarcze. Wprawdzie prognozy wzrostu gospodarczego są bardzo zróżnicowane i niepewne, jednak globalna poprawa aktywności gospodarczej powinna sprzyjać zarówno popytowi na surowce, jak i wzmacniać skłonność firm do inwestycji. Nie bez znaczenia jest również, obserwowany od kilku miesięcy, trend osłabiania się dolara. Historycznie patrząc, jest to środowisko bardzo sprzyjające perspektywom gospodarczym w krajach rozwijających się. Uważamy, że wraz z dalej niskimi oczekiwaniami inflacyjnymi, może to wspierać wycenę zarówno lokalnych obligacji, jak i walut tych krajów.

Oprócz dwóch czynników pozytywnych jest również jedno duże ryzyko. Nie należy zapominać, iż wiele krajów z tej grupy zmagających się ze strukturalnymi problemami, które kryzys wywołany epidemią jedynie pogłębił. Są jednak kraje, które mogą wyjść z tego kryzysu w relatywnie lepszej sytuacji, w porównaniu do wielu krajów rozwiniętych.

Rosja

Do grona krajów, które wydają nam się atrakcyjne z punktu widzenia inwestora obligacyjnego, zaliczamy Rosję. W ostatnich latach kraj ten znacząco wzmocnił swoją stabilność finansową i niezależność od zewnętrznych źródeł finansowania. Oczywiście, kryzys związany z pandemią również w Rosji pogorszył wskaźniki gospodarcze, jednak na uwagę zasługuje cały czas relatywnie niskie zadłużenie oraz wysokie rezerwy walutowe. Rosyjski bank centralny, w przeciwieństwie do większości krajów na świecie, wciąż ma miejsce do obniżek stóp procentowych. Dodatkowo, w przypadku spodziewanego ożywienia gospodarczego, waluta może być wspierana rosnącym popytem na ropę naftową.

RPA

Natomiast krajem, który zmagających się z olbrzymimi problemami strukturalnymi, zwłaszcza w kontekście zadłużenia, jest Republika Południowej Afryki (RPA). Już przed 2020 istniały obawy o nadmierny przyrost deficytu budżetowego. Pandemia ten problem tylko wyolbrzymiła. Należy jednak zauważyć, że premia za ryzyko fiskalne jest już w dużej mierze uwzględniona w cenach lokalnych obligacji (RPA ma najbardziej stromą krzywą dochodowości na świecie). Może to więc stwarzać okazje dla inwestorów obligacyjnych poszukujących dodatkowej stopy zwrotu. Ponadto, RPA jest wspierane popytem na surowce, co już odzwierciedliło się w wyjątkowej nadwyżce na rachunku obrotów bieżących.



Polska i kraje Europy Środkowo-Wschodniej



Radosław Cholewiński, CFA

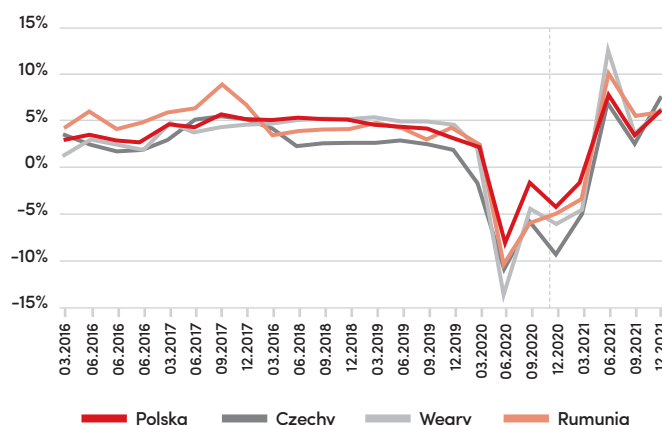
Zastępca Dyrektora Zespołu
Zarządzania Instrumentami Dłużnymi,
Zarządzający portfelem

Druga fala pandemii Covid-19 skutkowała w Polsce podobnymi ograniczeniami w życiu społeczno-gospodarczym jak w Europie Zachodniej. Analogiczne ograniczenia wprowadzono też w Czechach i na Węgrzech. Według szacunków ekonomistów, ankietowanych przez agencję Bloomberg, we wszystkich tych trzech krajach doszło w IV kwartale 2020 r. do pogłębienia spadku PKB w ujęciu rok do roku (r/r). Jednocześnie, po kilku miesiącach utrzymywania się na podwyższonym poziomie, rozpoczął się stopniowy spadek inflacji.

Konsensus prognoz zakłada, podobnie jak w przypadku strefy euro, odbicie wzrostu gospodarczego w I kw. 2021 r., do czego przyczynić się ma upowszechnienie szczepionki na Covid-19. Podobnie jak w przypadku strefy euro, w naszym przekonaniu należy uczynić tu zastrzeżenie, że późniejsze upowszechnienie szczepionki będzie skutkowało opóźnieniem momentu odbicia gospodarek i będzie czynić je wciąż podatnymi na ewentualne kolejne fale epidemii.

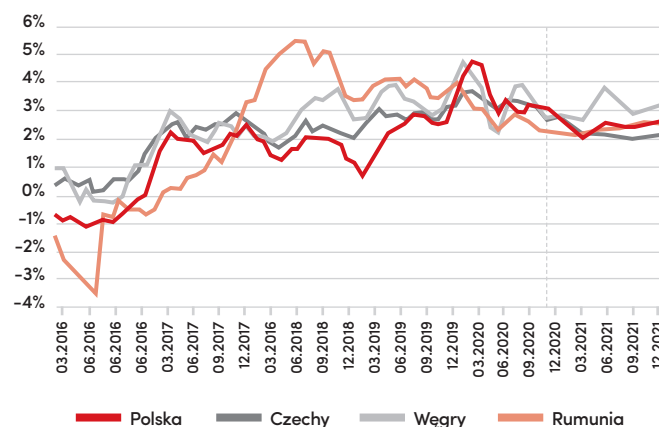
Powstanie luk popytowych w gospodarkach krajów Europy Środkowo-Wschodniej, w wyniku załamania aktywności gospodarczej w 2020 r., powinno skutkować w najbliższych kwartałach brakiem presji inflacyjnej od strony popytowej. Choć produkcja towarów i usług jest niższa niż przed epidemią, to jednocześnie nastąpił jeszcze większy spadek popytu na tę produkcję. W takich warunkach przedsiębiorcy mają ograniczone możliwości podnoszenia cen i inflacja nie rośnie. Dodatkowo, jeśli osłabienie walut tych krajów nie powtórzy się w skali z 2020 r., wówczas można spodziewać się wyraźnego spadku inflacji w 2021 r. W naszej opinii, spadki inflacji w krajach regionu mogą być wręcz silniejsze niż wskazuje na to konsensus prognoz. Przykładem mogą być tutaj Węgry, których gospodarka jest w największym stopniu ukierunkowana na turystykę i które doznały poważnego osłabienia kursu walutowego. Po stabilizacji kursu, inflacja już jesienią 2020 r. spadła do 2,7% r/r, a więc poniżej celu banku centralnego Węgier (3,0%). Spadek inflacji

**PKB w latach 2016–2021:
Polska, Czechy, Węgry, Rumunia**



Źródło: Opracowanie własne Pekao TFI na podstawie danych z serwisu Bloomberg, stan na dzień 15.12.2020 r. Dane zaprezentowane od IV kw. 2020 r. konsensus wg serwisu Bloomberg.

**Inflacja w latach 2016–2021:
Polska, Czechy, Węgry, Rumunia**



Źródło: Opracowanie własne Pekao TFI na podstawie danych z serwisu Bloomberg, stan na dzień 15.12.2020 r. Dane zaprezentowane od IV kw. 2020 r. konsensus wg serwisu Bloomberg.

W takich warunkach banki centralne utrzymają luźną politykę monetarną. Najtwardsze zobowiązanie do prowadzenia takiej polityki padło ze strony Rady Polityki Pieniężnej w Polsce i w naszym przekonaniu otoczenie makroekonomiczne pozwoli Radzie na utrzymanie stóp na niezmienionym poziomie (0,10%) w 2021 roku, a być może do końca kadencji Rady w 2022 r.

Na przeciwnym biegunie sytuacji się bank centralny Czech, który po obniżce stóp do 0,25% wiosną 2020 r., już w listopadzie zadeklarował gotowość do podwyżek stóp w horyzoncie najbliższego roku. W naszym przekonaniu warunki makroekonomiczne, w szczególności ryzyko późniejszego i wolniejszego ożywienia w strefie euro oraz aprecjacja korony czeskiej, będą jednak przemawiały przeciwko takiemu podejściu i podwyżki nastąpią później oraz w mniejszej skali niż wskazują obecne wyceny rynkowe. Z kolei bank centralny Węgier, po tym, jak w wyniku gwałtownego osłabienia forinta był zmuszony do interwencyjnych podwyżek stóp procentowych, przy opadającej inflacji, będzie miał możliwość poluzowania polityki pieniężnej i zbliżenia jej parametrów do Polski i Czech (obecnie stopa referencyjna jest równa 0,60%, a stopa depozytowa 0,75%).



Strategia rynkowa



Dariusz Kędziora, CFA

Dyrektor Zespołu
Zarządzania Instrumentami Dłużnymi



Radosław Cholewiński, CFA

Zastępca Dyrektora Zespołu
Zarządzania Instrumentami Dłużnymi,
Zarządzający portfelem



Łukasz Tokarski, CFA

Zarządzający portfelem,
Zespół Zarządzania
Instrumentami Dłużnymi

Rynek obligacji skarbowych: Polska i kraje Europy Środkowo-Wschodniej

Pandemia Covid-19 i perspektywa powszechnego dostępu do szczepionki pozostaną prawdopodobnie czynnikami determinującymi sytuację na rynku obligacji skarbowych, przynajmniej w pierwszej połowie roku. Zwracamy uwagę, że informacje dotyczące pandemii nie pochodzą z domeny ekonomii, czy finansów i w związku z tym mogą stwarzać szereg wątpliwości interpretacyjnych dla inwestorów, skutkując falami nadmiernego pesymizmu lub optymizmu, które co najmniej kilkukrotnie można była zaobserwować w roku 2020.

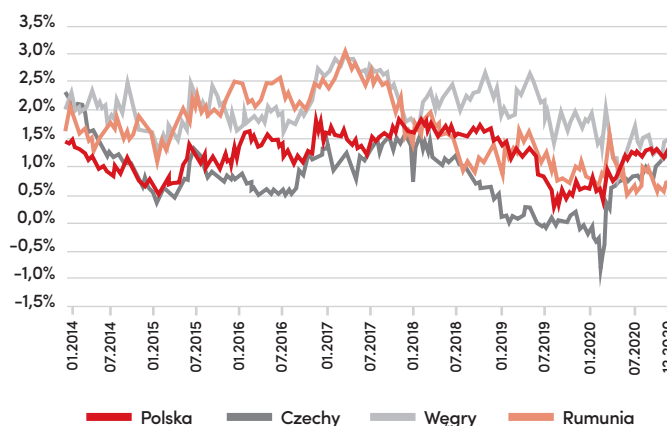
Przy luźnej polityce głównych i regionalnych banków centralnych, braku zagrożeń ze strony inflacji i perspektywie ożywienia gospodarczego, obciążonej jednak znaczną niepewnością ze względu na uwarunkowania epidemiologiczne, najbardziej według nas prawdopodobnym scenariuszem dla rynku obligacji skarbowych pozostaje trend boczny, zwłaszcza jeśli myślimy o pierwszej połowie 2021 roku.

Oznacza to, że rok 2021 nie będzie rokiem, w którym głównym źródłem stopy zwrotu funduszy obligacyjnych będzie przeważanie lub niedoważenie duration obligacji w portfelu (patrz słownik na końcu). Zakładamy, że w nadchodzącym roku może dochodzić do kilkukrotnego zwrotu nastrojów rynkowych, które będą wymagały aktywnego dostosowywania poziomu duration portfela. Jednocześnie, zróżnicowane skutki epidemii w poszczególnych krajach, wynikające z różnic w ich strukturze gospodarczej, w połączeniu z odmiennym sposobem prowadzenia polityki pieniężnej przez banki centralne, mogą stwarzać liczne okazje inwestycyjne. Takie okazje w naszym przekonaniu stwa-

rzają obecnie rynek czeskich i węgierskich obligacji skarbowych, jednak z uwagi na bardzo dużą zmienność taka sytuacja nie musi się utrzymać przez cały 2021 rok.

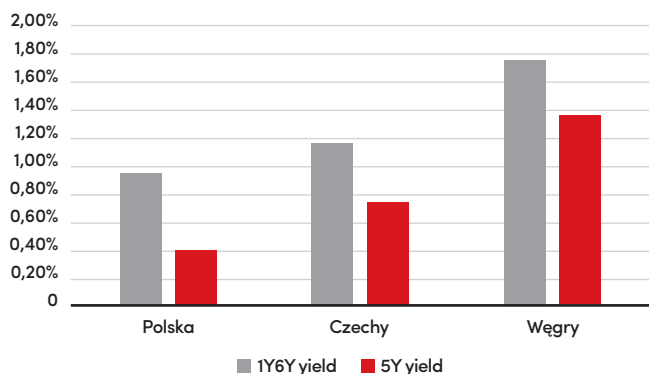
Perspektywa ożywienia gospodarczego i szybkiego upowszechnienia szczepionki nie musi też oznaczać, że fundusze obligacyjne poniosą w 2021 r. straty. Duża część wzrostu rentowności, który prognozuje część ekonomistów, jest „zaszyta” w obecnych wycenach rynkowych. Wyższe rentowności obligacji w przyszłości są odzwierciedlone w stromej krzywej dochodowości obecnie. I tak, różnica pomiędzy rentownością 10-letniej i 2-letniej obligacji skarbowej jest równa ok. 1,20-1,30% dla każdego z rynków: Polski, Czech i Węgier.

Spread, czyli różnica w oprocentowaniu pomiędzy obligacjami 2-letnimi i 10-letnimi w punktach procentowych (2/10 lat) dla obligacji skarbowych Polski, Czech, Węgier i Rumunii, 2016-2020



Źródło: Opracowanie własne Pekao TFI na podstawie danych z serwisu Bloomberg, stan na dzień 15.12.2020 r.

Różnica pomiędzy bieżącą rentownością obligacji 5-letniej a implikowaną rentownością obligacji 5-letniej za 1 rok – Polska, Czechy i Węgry

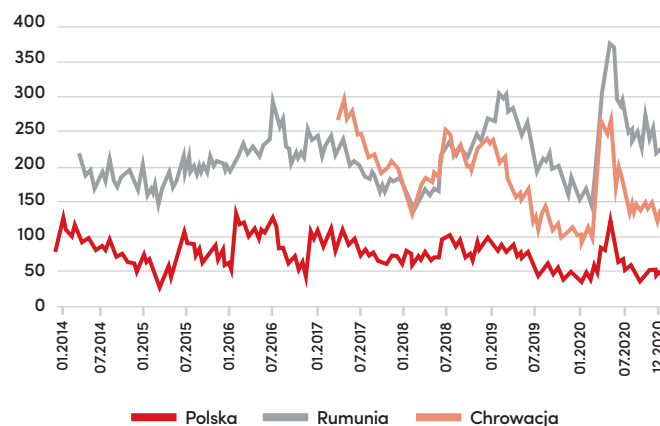


Źródło: Opracowanie własne Pekao TFI na podstawie danych z serwisu Bloomberg, stan na dzień 15.12.2020 r.

Jednocześnie, implikowana (wynikająca z obecnych wycen) rentowność 5-letniej obligacji skarbowej za rok od dzisiaj kształtuje się w każdym z tych krajów na poziomie o 0,40-0,50% wyższym niż obecnie. Oznacza to, że tylko wzrost rentowności powyżej tego poziomu może spowodować, że stopy zwrotu z obligacji skarbowych będą niższe niż bieżąca rentowność 1-roczonej obligacji (w praktyce: poniżej zera).

Luźna polityka głównych banków centralnych, w połączeniu z oczekiwaniem ożywienia gospodarczego, powinny wspierać rynek obligacji skarbowych państw Europy Środkowo-Wschodniej denominowanych w euro i dolarze (euroobligacji). Rating długu tych państw jest zazwyczaj na poziomie inwestycyjnym (Polska, Węgry, Chorwacja) lub nieznacznie poniżej tego po-

**Spread kredytowy dla 10-letnich obligacji w euro
Polski, Rumunii i Chorwacji, 2016-2020**



Źródło: Opracowanie własne Pekao TFI na podstawie danych z serwisu Bloomberg, stan na dzień 15.12.2020 r.

ziomu (Serbia, Macedonia). Choć poziom spreadów kredytowych, mierzących premię za ryzyko inwestycji w dług tych krajów ponad rentowność oferowaną przez obligacje skarbowe odpowiednio Niemiec i USA, wrócił już do poziomów sprzed wybuchu pandemii lub jest tylko nieznacznie od niego wyższy, trudno w tej chwili wskazać czynniki, które mogłyby doprowadzić do wzrostu premii za ryzyko lub do pogorszenia fundamentów makroekonomicznych tych krajów. Stąd prawdopodobnym scenariuszem wydaje się stabilizacja spreadów kredytowych. W takim scenariuszu ekspozycja na euroobligacje państw Europy Środkowo-Wschodniej powinna wciąż pozwalać na zwiększenie rentowności funduszy obligacyjnych, choć efekt ten będzie słabszy niż w 2020 r.

Globalne obligacje korporacyjne o ratingu inwestycyjnym i spekulacyjnym



Karol Ciuk, CFA, CAIA

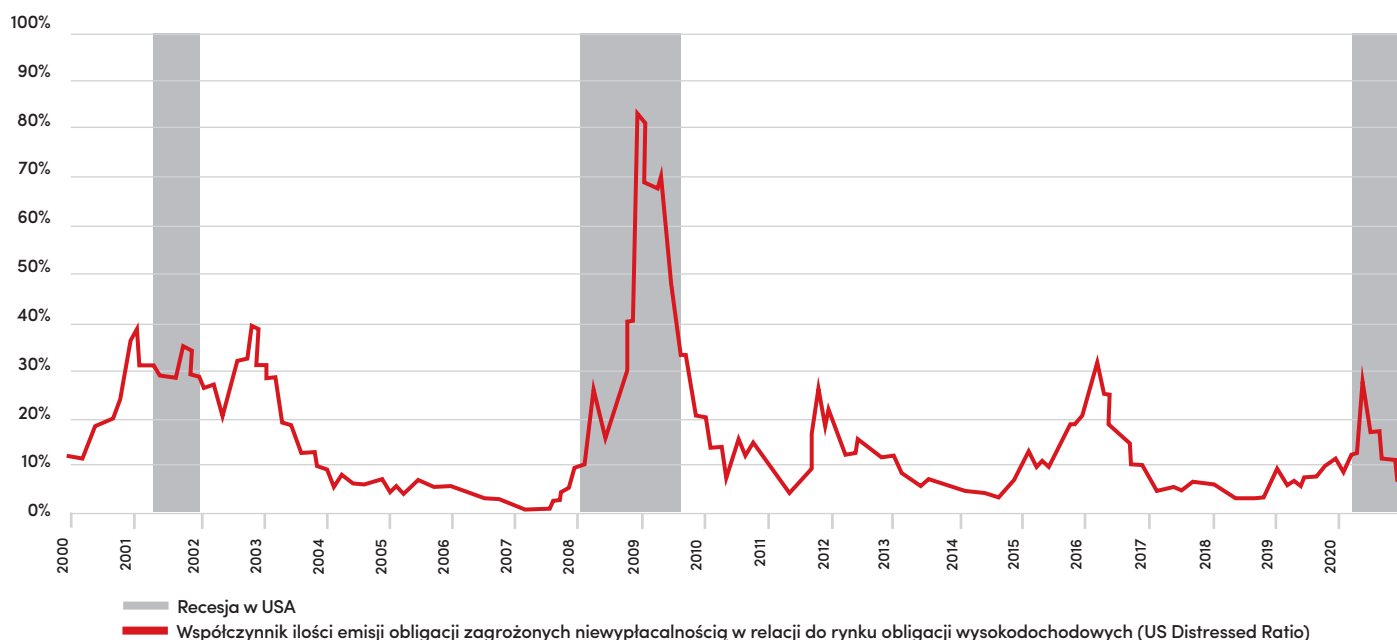
Dyrektor Zespołu
Zarządzania Strategiami Globalnymi

Rok 2020 okazał się wyjątkowo wymagającym okresem dla inwestorów. Wraz z nadejściem pandemii doświadczyliśmy spektakularnego krachu na rynku długu korporacyjnego o ratingu inwestycyjnym i spekulacyjnym, niewidzianego od kryzysu finansowego z 2008 roku. Jednocześnie od drugiej połowy marca rozpoczęła się nowa fala wzrostowa i wyceny wróciły do poziomów sprzed pandemii. Z perspektywy czasu możemy już śmiało stwierdzić, że marcowy krach był świetną okazją inwestycyjną, jedną z tych, które zdarzają się raz na kilka lub kilkanaście lat.

Ponadto wygląda na to, że rynek amerykańskich obligacji korporacyjnych zdyskontował wyjście z kryzysu związanego z pandemią koronawirusa, nie pozostawiając inwestorom

wiele czasu na reakcję. Potwierdza to ilość emisji zagrożonych upadłością (tzw. distressed), czyli obligacji, w przypadku których spread kredytowy (rozumiany jako premia za ryzyko, będący różnicą w oprocentowaniu obligacji emitowanych przez firmy a papierami skarbowymi o tych samych parametrach zapadalności) znajduje się powyżej 1000 punktów bazowych. Przypomnijmy tylko, że 100 punktów bazowych to 1 punkt procentowy. W Stanach Zjednoczonych współczynnik ten znajduje się na poziomie 7%, czyli wyraźnie niżej, niż na początku pandemii i niżej niż zazwyczaj w okresie recesji (patrz wykres: Udział emisji zagrożonych upadłością na rynku obligacji spekulacyjnych w Stanach Zjednoczonych (distressed ratio)).

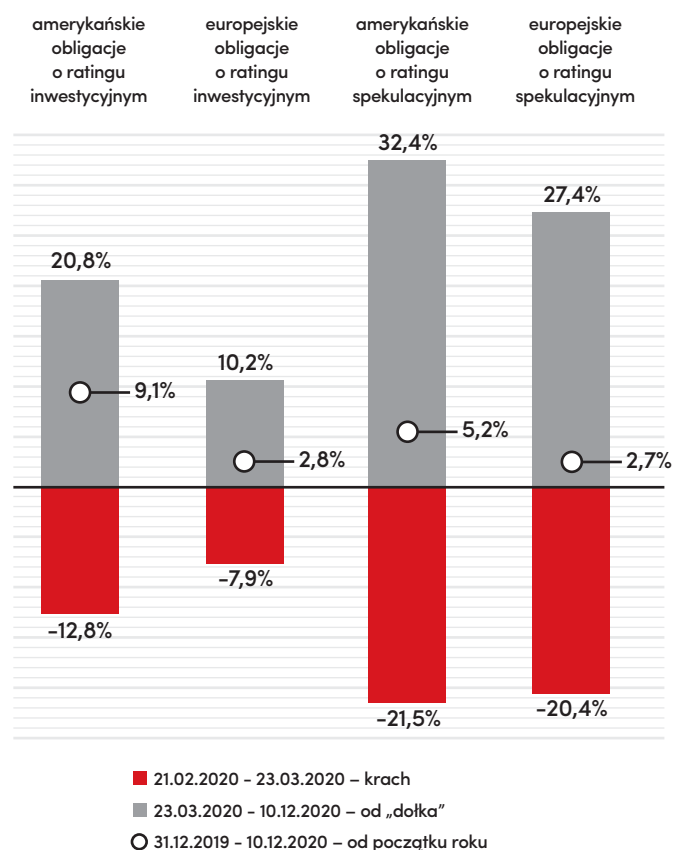
Udział emisji zagrożonych upadłością na rynku obligacji spekulacyjnych w USA (distressed ratio)



Źródło: Opracowanie własne Pekao TFI na podstawie danych z serwisu Bloomberg, stan na dzień 15.12.2020 r.

Wróćmy zatem na chwilę do początku roku 2020, by lepiej zrozumieć obecną sytuację na rynku długu korporacyjnego. W trakcie krachu z przełomu lutego i marca indeksy obligacji korporacyjnych na rynkach rozwiniętych drastycznie traciły na wartości (w większości przypadków były to dwucyfrowe negatywne stopy zwrotu), aby później odrobić straty z nawiązką. Na przykładzie amerykańskich obligacji korporacyjnych o ratingu spekulacyjnym widzimy, że po okresie ponad 20-procentowych spadków, kolejne miesiące przyniosły ponad 30-procentowe wzrosty. Dzięki temu indeks tych instrumentów dłużnych zyskuje ponad 5% od początku roku (na dzień pisania tego materiału, tj. 10 grudnia 2020). Gdybyśmy zatem mieli właśnie zakończyć rok i podsumować stopy zwrotu, moglibyśmy stwierdzić, że był to wzrostowy okres na rynku wszystkich kluczowych obligacji korporacyjnych na rynkach rozwiniętych (dokładne dane na wykresie: Dotychczasowe stopy zwrotu amerykańskich i europejskich obligacji korporacyjnych w 2020 roku).

**Dotychczasowe stopy zwrotu
amerykańskich i europejskich obligacji korporacyjnych
w 2020 roku (YTD – od początku roku do 10.12.2020 r.)**

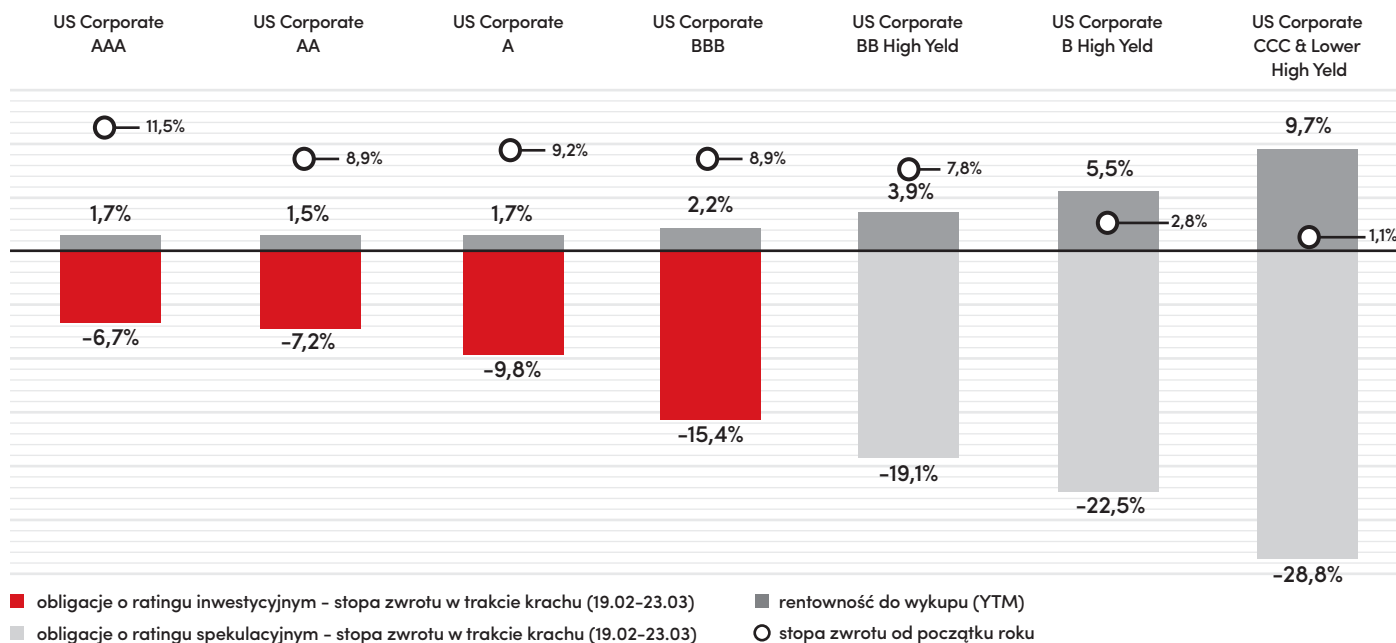


Niezależnie od ratingu kredytowego wszystkie grupy obligacji korporacyjnych emitowanych w Stanach Zjednoczonych osiągały obecnie dodatnie stopy zwrotu od początku roku. Najlepiej radziły sobie obligacje o ratingu inwestycyjnym (zakres ocen od AAA do BB+), zyskując od 8% do 11%, a także najbezpieczniejsze obligacje o ratingu spekulacyjnym, czyli te z oceną BB, które zyskały 8,5%. Mimo, że w związku z pandemią doświadczyliśmy gwałtownego spadku koniunktury, najbardziej ryzykowne obligacje korporacyjne z grupy spekulacyjnych (o ratingu CCC i niższym), w których stopa bankructw (z angielskiego tzw. default rate) jest najwyższa, także znalazły się na plusie. Można to uznać za ogromny sukces, biorąc pod uwagę kryzys wywołany przez pandemię koronawirusa (dokładne dane na wykresie: Stopy zwrotu i rentowności amerykańskich obligacji korporacyjnych w zależności od ratingu kredytowego). W odrabianiu strat pomogło zawężanie się spread’ów kredytowych, czyli zmniejszenie się różnicy w oprocentowaniu, obligacji korporacyjnych (spadek oznacza malejące ryzyko bankructwa i wpływa na wzrosty ceny obligacji korporacyjnych) względem obligacji skarbowych. Proces ten był wspierany przez FED, który pierwszy raz w historii objął programami skupu (o łącznej wartości 750 mld USD) rynek obligacji korporacyjnych w Stanach Zjednoczonych. Jest to nowe rozdział w działaniach zaradczych FED-u i stanowi istotne wsparcie dla rynku obligacji korporacyjnych na największym rynku, czyli w Stanach Zjednoczonych. Co ciekawe, z dostępnych 750 mld USD do końca października 2020 wykorzystano tylko ok. 13 mld USD (1,8% wartości całego programu) i to w większości do skupu obligacji o ratingu inwestycyjnym. Na wyobraźnię inwestorów pozytywnie zadziałała jednak świadomość, że w razie potrzeby amerykański bank centralny będzie interweniował. Nowe rozdział w polityce FED jest czynnikiem wspierającym płynność rynku i wyceny jakie obserwujemy na rynku obligacji korporacyjnych. Bez wątpienia też w sytuacji, gdyby w przyszłości doszło do kolejnego równie spektakularnego krachu na giełdach, byłoby czynnikiem przynajmniej ograniczającym potencjał spadków ich cen.

Dynamiczne odbicie na rynku obligacji korporacyjnych doprowadziło do spadku rentowności i zawężenia tzw. spread’ów kredytowych do poziomów poniżej średnich z ostatnich lat. Rentowność obligacji korporacyjnych o ratingu inwestycyjnym w Stanach Zjednoczonych zeszła pierwszy raz w historii do 1,9% i pierwszy raz jest na poziomie zbliżonym do długoterminowych oczekiwań inflacyjnych (stopa „US 10-Year Breakeven Inflation Rate” wyniosła 1,89% na 10.12.2020 r.), a w strefie euro zeszła poniżej 0,3% (patrz tabela: Rentowności wybranych obligacji korporacyjnych i skarbowych w USA i Europie). W takich

Źródło: Opracowanie własne Pekao TFI na podstawie danych z serwisu Bloomberg, stan na dzień 10.12.2020 r.

Stopy zwrotu i rentowności amerykańskich obligacji korporacyjnych w zależności od ratingu kredytowego



Źródło: Opracowanie własne Pekao TFI na podstawie danych z serwisu Bloomberg, stan na dzień 10.12.2020 r.

warunkach trudno będzie długoterminowym inwestorom uzyskać wyraźną premię względem inflacji (bazując na rynkowych oczekiwaniach) inwestując w tę klasę aktywów. To wskazuje, że poszukując dodatkowej rentowności inwestorzy powinni zaakceptować większe ryzyko inwestycyjne. W segmencie obligacji spekulacyjnych w Stanach Zjednoczonych papiery o ratingu BB mają rentowność 3,9%, B 5,5%, a CCC i poniżej 9,7%

(szczegółowe dane na wykresie: Stopy zwrotu i rentowności amerykańskich obligacji korporacyjnych w zależności od ratingu kredytowego). To sprawia, że rentowność całego indeksu amerykańskich obligacji spekulacyjnych (ICE BofA US High Yield) jest powyżej 5%. Choć są to również najniższe rentowności w historii dla tej klasy aktywów, to jednak wyraźnie wyższe niż obligacji o ratingu inwestycyjnym, nie wspominając

Rentowności wybranych obligacji korporacyjnych i skarbowych w USA i Europie

	rentowność	zmiana od 31.12.2019 r. w pkt. proc.	średnia 10 lat	mediana 10 lat	minimum 10 lat	średnia 10 lat	poziom indeksu	przedział	maksimum 10 lat
amerykańskie obligacje o ratingu inwestycyjnym (YTW)	1,92%	-1,0	3,29%	3,27%	1,90%	×	×		4,71%
europejskie obligacje o ratingu inwestycyjnym (YTW)	0,30%	-0,3	1,62%	1,27%	0,29%	×	×		4,53%
amerykańskie obligacje high yield (YTW)	5,14%	-0,9	6,90%	6,63%	5,13%	×	×		11,41%
europejskie obligacje high yield (YTW)	3,15%	-0,2	5,05%	4,49%	2,82%	×	×		10,93%
2-letnie obligacje skarbowe USA (YTM)	0,14%	-1,4	0,93%	0,63%	0,11%	×	×		2,96%
10-letnie obligacje skarbowe USA (YTM)	0,91%	-1,0	2,18%	2,21%	0,51%	×	×		3,74%
2-letnie niemieckie obligacje skarbowe (YTM)	-0,77%	-0,2	-0,21%	-0,35%	-1,00%	×	×		1,91%
10-letnie niemieckie obligacje skarbowe (YTM)	-0,60%	-0,4	0,81%	0,54%	-0,86%	×	×		3,49%

Źródło: Opracowanie własne Pekao TFI na podstawie danych z serwisu Bloomberg stan na dzień 10.12.2020 r.

Poziom spread'ów kredytowych dla obligacji korporacyjnych w USA i Europie

	Spread kredytowy (punkty bazowe) - OAS	zmiana od 31.12.2019 r.	średnia 10 lat	mediana 10 lat	minimum 10 lat	× średnia 10 lat	× poziom indeksu	przebieg	maksimum 10 lat
amerykańskie obligacje o ratingu inwestycyjnym (IG)	111	10	148	140	90	×	×		401
europejskie obligacje o ratingu inwestycyjnym (IG)	93	-1	138	122	74	×	×		337
amerykańskie obligacje o ratingu spekulacyjnym (HY)	408	48	493	467	316	×	×		1087
europejskie obligacje o ratingu spekulacyjnym (HY)	353	45	469	424	233	×	×		1049

Źródło: Opracowanie własne Pekao TFI na podstawie danych z serwisu Bloomberg stan na dzień 10.12.2020 r.

o rentownościach obligacji skarbowych, które wciąż pozostają na wyraźnie niższym poziomie niż przed kryzysem. Patrząc na spread'y kredytowe to znajdują się one w dolnym zakresie przedziału z ostatnich 10 lat, co oznacza, że wyceny znalazły się powyżej długoterminowych średnich (patrz tabela: Poziom spread'ów kredytowych dla obligacji korporacyjnych w USA i Europie). A jak wyglądają wyceny obligacji o ratingu spekulacyjnym względem inwestycyjnych? Spread obligacji o ratingu BB (spekulacyjne) względem BBB (inwestycyjne) pokazuje, że nie jest to już odczytywane jako okazja inwestycyjna, jak to miało miejsce jeszcze kilka miesięcy temu (zarówno w Stanach Zjednoczonych, jak i w Europie wynosi ok. 150 punktów bazowych). Warto zaznaczyć, że jednak jest jeszcze przestrzeń do zawężania spread'u obligacji o ratingu spekulacyjnym względem inwestycyjnych, czego dowodem były wydarzenia z przeszłości (wspomniany spread w okresach dobrej koniunktury spadał poniżej 100 punktów bazowych).

Podsumowując, w 2021 roku, choć na horyzoncie będą ryzyka gospodarcze związane z niepewnością, co do tempa odbudowy po pandemii lub ewentualnych jej nawrotów, to jednak światowa gospodarka powinna pozostać na ścieżce ożywienia. Przy kontynuacji wsparcia ze strony banków centralnych, które dostarczają rynkom finansowym płynności oraz podtrzymują niskie rentowności skarbowych obligacji, otoczenie inwestycyjne powinno być korzystne. Jednocześnie, za nami rok, w którym wyceny na rynku obligacji korporacyjnych wróciły do poziomów sprzed kryzysu, a rentowności osiągnęły nowe historyczne minima. To oznacza, że trudniej będzie o wysokie stopy zwrotu, a wyceny stały się nieco bardziej wymagające. Niemniej jednak inwestorzy poszukując zysków nie mają wielu alternatyw do wyboru, jeśli oczekują podwyższenia rentowności portfela. W naszej ocenie, w takich warunkach, to segment obligacji spekulacyjnych wygląda lepiej niż obligacji o ratingu inwestycyjnych. I to tam inwestorzy mogą poszukiwać dodatkowych zysków, a ewentualne okresy powrotów zmienności i korekt notowań wykorzystywać do zwiększania alokacji na tym rynku.



Globalne rynki akcji

**Andrzej Kubacki, CFA**

Dyrektor Zespołu
Zarządzania Akcjami

**Piotr Stopiński, CFA**

Zastępca Dyrektora
Zespołu Zarządzania Akcjami,
Zarządzający portfelem

Wymagający rok 2020 za nami

Rok 2020 był pełen niespodziewanych zwrotów na rynkach akcji. Po dynamicznym rozpoczęciu roku, przyszło osłabienie w postaci kryzysu wywołanego epidemią koronawirusa. W odpowiedzi rządzący i bankierzy centralni bardzo szybko podjęli decyzje mające ustabilizować sytuację na rynkach finansowych, a firmom i ich pracownikom zapewnić odpowiednie środki, żeby przetrwać okres zamknięcia gospodarek.

Od początku maja 2020 następował stopniowy powrót do normalności. Koniunktura gospodarcza poprawiała się z miesiąca na miesiąc. Zgodnie z przewidywaniami lekarzy, w okresie jesiennym zakaźność koronawirusem ponownie wzrosła. Jednak dopiero w końcówce października nastąpiła kolejna zdecydowana reakcja władz na rosnące w szybkim tempie zachorowania.

Tym razem rynki nie reagowały już tak nerwowo, jak to miało miejsce w marcu. Również działania ograniczające aktywność gospodarczą, podjęte przez decydentów, były nieco bardziej wyważone niż w przypadku „pierwszej fali”. Dodatkowo wiadomości o zaawansowanych pracach nad komercjalizacją szczepionki pozwoliły inwestorom uwierzyć, że jest szansa na zakończenie pandemii w kolejnych miesiącach i na normalizację życia już w 2021 roku. W konsekwencji, główne światowe parkiety odrobiły większą część spadków, a w niektórych wypadkach zakończyły 2020 rok na wyraźnych plusach.

Porównując stopy zwrotu od początku 2020 roku do 4 grudnia 2020 na czele plasują się indeksy amerykańskie oraz spółki o charakterze wzrostowym. Zaskoczeniem jest bardzo dobra

Indeks akcji	Zmiana od początku roku do 04.12.2020 r.
MSCI WORLD (Świat)	14,2%
MSCI EM (Rynki Wschodzące)	14,7%
MSCI US (USA)	19,0%
MSCI EUROPE (Europa)	3,5%
MSCI JAPAN (Japonia)	11,5%
MSCI ASIA-EX JAPAN (Azja Dalekiego Wschodu poza Japonią)	21,0%
WIG (Polska)	-4,0%

Źródło: Opracowanie własne Pekao TFI na podstawie danych z serwisu Bloomberg stan na dzień 04.12.2020 r.

stopa zwrotu indeksu regionu Azji Dalekiego Wschodu (Asia-ex Japan), który okazał się najlepszy spośród głównych indeksów światowych. Na pewno szybsze i sprawniejsze zapanowanie nad rozprzestrzenianiem się epidemii w tym regionie zapoczątkowało.

Faktem jest też, że firmy z tzw. ASEAN (kraje Azji Południowo-Wschodniej) zyskały również dzięki programom stymulacyjnym w Chinach, dla których wiele z nich jest de facto „dostawcą” i stanowi zaplecze produkcyjne dla chińskich przedsiębiorstw. Jedynie indeks rynku europejskiego nie osiągnął dwucyfrowej stopy zwrotu (wg danych z początku grudnia), w dużej mierze przez nawracające obostrzenia w realnej gospodarce w wyniku drugiej fali epidemii koronawirusa w największych gospodarkach regionu.

Sektory w ramach indeksu S&P500	Zmiana od początku roku do 04.12.2020 r.
technologiczny	39,0%
dobra luksusowe	31,9%
media	21,9%
surowcowy	17,8%
ochrona zdrowia	12,7%
przemysłowy	11,3%
dobra pierwszej potrzeby	6,7%
użyteczności publicznej	3,4%
finansowy	-3,3%
nieruchomości	-4,5%
paliwowy	-27,0%

Źródło: Opracowanie własne Pekao TFI na podstawie danych z serwisu Bloomberg stan na dzień 04.12.2020 r.

Wyceny indeksów giełdowych coraz bardziej są pochodną wag poszczególnych sektorów w gospodarce. Na przestrzeni lat segment firm technologicznych w indeksie S&P500 wzrósł znacznie i wynosi obecnie ok. 28%. Z kolei w Europie największym składnikiem indeksu jest sektor finansowy, którego waga wynosi niecałe 16%, podczas gdy firmy technologiczne stanowią zaledwie ok. 8%. Patrząc wstecz na rok 2020 nietrudno zatem zauważyć, że o bardzo dobrej stopie zwrotu indeksu amerykańskiego świadczą znakomite wyniki firm z sektora technologicznego (+39%). Drugim najlepszym sektorem był sektor dóbr konsumenckich (prawie +32%). Najbardziej wypadł sektor paliwowy, który borykał się z dużym spadkiem popytu w wyniku lockdown'ów oraz dużą przeceną ropy naftowej spowodowaną jej nadprodukcją.

W 2021 roku spodziewamy się zdecydowanie lepszej sytuacji gospodarczej niż w roku 2020. Liczne programy fiskalne i agresywna stymulacja monetarna, w połączeniu z kolejnymi etapami masowych szczepień, stanowią bardzo silną pro wzrostową mieszankę. Stąd należy oczekiwać, że 2021 rok przyniesie silne wzrosty gospodarcze, w połączeniu z rotacją z sektorów tzw. „asset light” tj. technologia, komunikacja/media do sektorów nastawionych na „ciężkie aktywa” tj. przemysłowy i surowcowy, sektor samochodowy. Szczególnie podobają nam się te podsektory, które będą beneficjentami pakietów fiskalnych wymierzonych w inwestycje infrastrukturalne. Na wczesnym etapie „odbudowy” gospodarek, po kryzysie koronawirusa, skorzysta również sektor finansowy, poprzez zwiększony popyt na kredyty dla firm.

Według komentatorów rynkowych, powyższy scenariusz wspierać będzie uzupełnienie stanu zapasów w łańcuchach dostaw, dając potencjalnie silny impuls popytowy dla wzrostu gospodarczego. Jeśli normalizacja stanie się faktem, warto przypomnieć sobie również o sektorze paliwowym, który ucierpiał (pod względem stóp zwrotu) najbardziej w trakcie trwania pandemii i na początku grudnia 2020 wypracował najniższą stopę zwrotu spośród wszystkich sektorów.

Zaczynamy 2021 rok z nadziejami na normalizację życia codziennego, po tym jak świat „wyleczy się” ostatecznie z Covid-19, dzięki zaszczepieniu dużej części populacji. Indeksy aktywności gospodarczej wskazują na postępujące ożywienie gospodarcze. Nietrudno zauważyć, że szczególnie region Azji Pacyfiku poradził sobie szybciej, niż kraje zachodnie z pandemią, co skutkowało szybkim powrotem na ścieżkę wzrostu gospodarczego. Stąd wydaje się nam uzasadnione przeważanie tego regionu. Tak jak rozwijające kraje Azji mogą skorzystać na odbiciu, tak samo bardziej „cykliczna” Japonia może dać dobrą okazję do zarobku. Podobnie kraje Europy Środkowej i Wschodniej będą beneficjentami wspomnianej wcześniej rotacji, z uwagi na duży udział spółek surowcowych w indeksach. Stany Zjednoczone z kolei idą ścieżką już dobrze utartą w pierwszej połowie roku 2020. Pakiety fiskalne zapowiadane przez senat i silna stymulacja monetarna amerykańskiej gospodarki będą wspierały odbicie gospodarcze w 2021 roku, w sposób zbliżony do sytuacji z 2020 roku, ale najprawdopodobniej w mniejszej skali.

W 2021 roku najtrudniej ocenić perspektywę Europy Zachodniej, która będzie musiała udowodnić, że kryzys wywołany koronawirusem bardziej ją zjednoczył niż podzielił. Implikuje to wybór między firmami zorientowanymi na popyt wewnętrzny a europejskimi eksporterami. W optymistycznym scenariuszu wygranymi będą tradycyjne sektory. Natomiast w podejściu pesymistycznym uwagę inwestorów zwrócą przede wszystkim firmy z wysoką ekspozycją na sprzedaż poza Unię Europejską (czyli europejscy eksporterzy). Dzisiaj trudno uzgodnić konsensus w tej kwestii. Dodatkowo perspektywy, szczególnie dla tej drugiej kategorii firm, zniekształcają rynkowe oczekiwania na osłabienie dolara amerykańskiego, co de facto oznacza oczekiwania silnego euro tj. trendu przeciwnego europejskim firmom eksportowym.

By dalsze wzrosty były możliwe, konieczna wydaje się wysoka skuteczność oraz dostępność szczepionek na koronawirusa oraz to w jakim czasie zostaną one zastosowane. Bez tego impulsu, powrotu do codzienności, jaki znamy sprzed pandemii, po prostu nie będzie. Niemniej na tym froncie sytuacja wydaje się obecnie pod kontrolą.

Akcje polskie



Andrzej Kubacki, CFA

Dyrektor Zespołu
Zarządzania Akcjami



Piotr Sałata, CFA

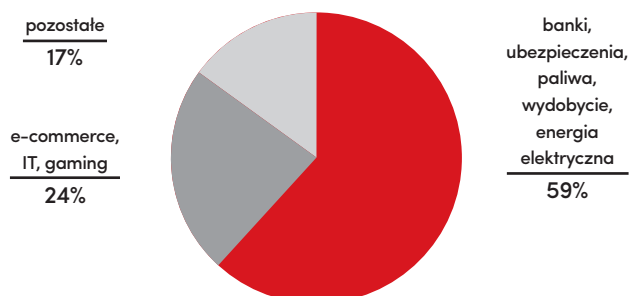
Zarządzający portfelem
Zespół Zarządzania Akcjami

Po dwóch latach stóp zwrotu dużo słabszych od zachodnio-europejskich odpowiedników, warszawski parkiet wydaje się mieć szansę na przełamanie złej passy i dobrą stopę zwrotu w roku 2021. W czasach kiedy zachowanie rynku jest determinowane w coraz mniejszym stopniu geografiją (a w coraz większym strukturą sektorową), WIG20, w którym dominują spółki z sektorów: finanse, konsument i energia, znajdował się pod dużą presją, którą trwająca pandemia jeszcze spotęgowała.

W roku 2021, wraz z oczekiwanym otwieraniem gospodarek oraz przejściem w fazę realizacji zapowiadanych pakietów stymulacyjnych, sytuacja ma szansę się odwrócić.

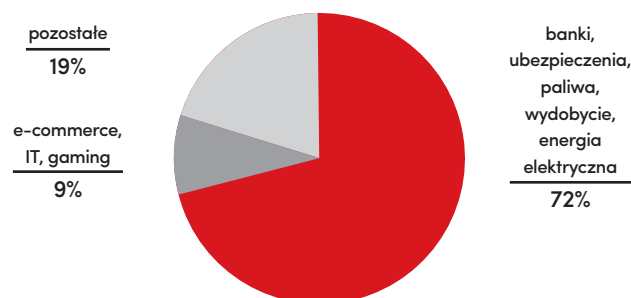
Sektory znajdujące się do tej pory pod presją, gdzie wyceny są niewymagające a zyski, wraz z odżywającym popytem, mają szansę na istotną poprawę. Mogą one powrócić do łask inwestorów zagranicznych i przyciągnąć nowy kapitał na warszawską giełdę.

Struktura WIG20 – grudzień 2020



Źródło: Opracowanie własne Pekao TFI na podstawie danych z serwisu Bloomberg, stan na dzień 15.12.2020 r.

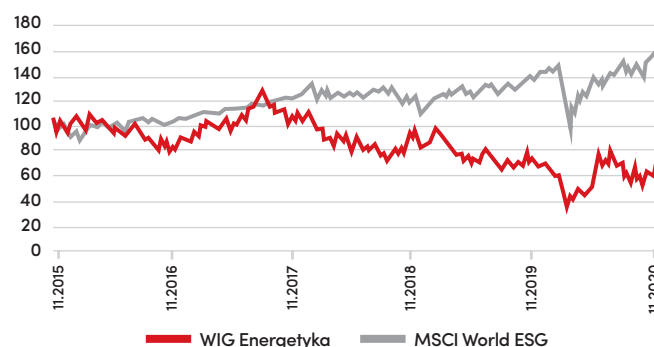
Struktura WIG20 – styczeń 2020



Źródło: Opracowanie własne Pekao TFI na podstawie danych z serwisu Bloomberg, stan na dzień 15.12.2020 r.

Poza tymi ogólnoświatowymi trendami, na rzecz polskiego rynku przemawia szereg czynników specyficznych. Jednym z nich jest niewątpliwie możliwa zmiana postrzegania, przez zagranicznych inwestorów, polskich firm. W szczególności z sektora produkcji i dystrybucji energii elektrycznej. Ma to miejsce

WIG Energetyka vs indeks spółek ESG



Źródło: Opracowanie własne Pekao TFI na podstawie danych z serwisu Bloomberg, stan na dzień 15.12.2020 r.

w związku z planem tzw. „dekarbonizacji gospodarki” (zmniejszenia udziału energii pozyskiwanej z węgla), z jednoczesnym wydzieleniem z notowanych firm aktywów węglowych. To te właśnie aktywa nie są lubiane przez inwestorów proekologicznych.

Równolegle, rynek pierwotny może dostarczyć paliwa do „modernizacji” składu indeksu. Do roku 2020, na GPW jedyną spółką o dużej kapitalizacji, z sektora nowych technologii był CD Projekt Red. Miniony rok przyniósł największy w historii GPW debiut – polską platformę eCommerce, czyli Allegro. Bardzo udany debiut tej spółki (na dzień 14 grudnia, +96%) pokazał apetyt rynku na spółki „nowej ekonomii” i daje szansę na przyciągnięcie na warszawski parkiet zarówno krajowych, jak i regionalnych firm technologicznych. Trwające oraz zapowiadane IPO (dokonywana po raz pierwszy oferta publiczna, czyli „wejście na giełdę” danych firm) już teraz dają nadzieję na „rewitalizację” składu WIG20 i przyciągnięcie dodatkowego kapitału, co powinno

przekładać się na poziom wycen. Podobny efekt może mieć również rosnące zainteresowanie inwestorów detalicznych rodzimym parkietem. W trakcie pandemii istotnie wzrósł udział inwestorów detalicznych w obrotach (zachęconych zapewne niskim poziomem stóp procentowych, atrakcyjnymi stopami zwrotu i ciekawymi ofertami na rynku pierwotnym). Zachowanie udziałów rynkowych brokerów detalicznych wydaje się wskazywać, że nie był to stan chwilowy.

Pod dużym znakiem zapytania pozostaje sektor finansowy, widziany przez wielu jako schyłkowy. Niemniej, pandemia przyspieszyła działania restrukturyzacyjne w polskich bankach a jakość portfeli kredytowych nie uległa istotnemu pogorszeniu wskutek pandemii. Daje to nadzieję na powrót do wypłat dywidend, co niewątpliwie poprawiłoby postrzeganie sektora. Sytuacja sprzyja również ruchom konsolidacyjnym, co może wykreować dodatkową wartość dla akcjonariuszy.

Kurs akcji Allegro w PLN od dnia debiutu



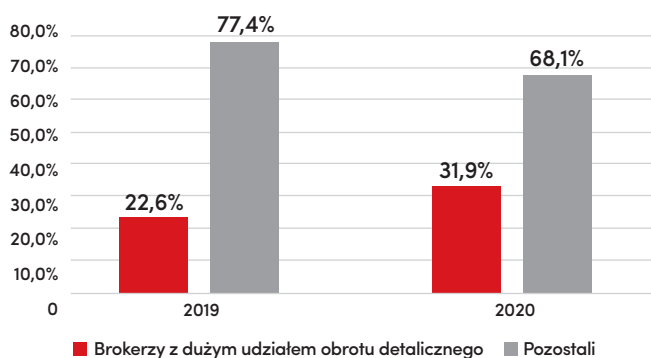
Źródło: Opracowanie własne Pekao TFI na podstawie danych z serwisu Bloomberg, stan na dzień 15.12.2020 r.

Oczekiwana stopa dywidendy w sektorze finansowym na GPW



Źródło: Opracowanie własne Pekao TFI na podstawie danych z serwisu Bloomberg, stan na dzień 15.12.2020 r.

Zagregowany udział brokerów w obrotach na GPW



Źródło: Opracowanie własne Pekao TFI na podstawie danych z serwisu Bloomberg, stan na dzień 15.12.2020 r.

Warto jeszcze wspomnieć, że rok 2021 będzie pierwszym rokiem, w którym napływy do Pracowniczych Planów Kapitałowych (PPK) powinny zrównoważyć odpływy z Otwartych Funduszy Emerytalnych (OFE). Do tej pory podaż z OFE nie była równoważona napływami z innych kierunków w związku ze słabością sektora Towarzystw Funduszy Inwestycyjnych (TFI), a także brakiem zainteresowania detalu oraz zagranicą, co skutkowało dużą presją na poziom wycen spółek notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie (GPW). W roku 2021 sytuacja powinna się odwrócić.

W świetle tych faktów wydaje się, że rok 2021 ma szansę być rokiem wzrostowym dla Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie.

Podsumowanie



Jacek Babiński, CFA

Wiceprezes Zarządu
odpowiedzialny za Pion Zarządzania Aktywami

W naszej ocenie Covid-19 okazał się być dla rynków finansowych przełomowym wydarzeniem, przede wszystkim z uwagi na to, że pandemia wywołała reakcję rządów i banków centralnych o skali, która nie miałaby nigdy miejsca w normalnych okolicznościach. Będący efektem tych działań gigantyczny pakiet stymulujący zarówno monetarny, jak i fiskalny, nie ma precedensu w historii. Odbudowa gospodarki po ostatnim kryzysie (upadek Lehman Brothers w 2008 roku), oparta była głównie o działania banków centralnych i tani pieniądź, przy stosunkowo umiarkowanej roli polityki fiskalnej. Dodanie skoordynowanego w skali świata pakietu fiskalnego, przy jednoczesnej intensyfikacji komponentu monetarnego wraz z implementacją szczepionki, kładą łącznie podstawy pod nowy paradygmat na rynkach finansowych u progu 2021 roku.

Po pierwsze, w naszej ocenie, 2021 rok powinien być dobrym rokiem dla ryzykownych aktywów takich jak akcje, obligacje korporacyjne, czy surowce. Zakładamy też, że będzie dobry dla walut i innych aktywów z rynków wschodzących. Rozpędzająca się gospodarka wychodząca z zimowych obostrzeń drugiej i trzeciej fali pandemii (przełom 2020/2021), wspierana rosnącym optymizmem wraz z postępującym programem szczepień oraz ekstremalnie wysokim poziomem płynności na rynkach finansowych, to recepta na rosnącą ufność konsumentów. A tym samym na rosnące zyski spółek i wyższe ich wyceny, przy jednoczesnym spadku ryzyka kredytowego. Osłabiający się USD oraz zwyżkujące, w skutek inwestycji infrastrukturalnych i przyspieszającej gospodarki światowej, ceny surowców, to z kolei bardzo dobre warunki dla rynków wschodzących. W tym kontekście uruchomione programy stymulujące mogą odgrywać bardzo istotną i pozytywną rolę w nadchodzącym roku.

Po drugie, jednak inwestorzy powinni, naszym zdaniem, rozważyć w kontekście posiadanego majątku oraz swoich indywidualnych portfeli inwestycyjnych, potencjalnie długoterminowe negatywne skutki, jakie może nieść ze sobą wpompowanie tak gigantycznych – często bez pokrycia w podatkach – pieniędzy

w światowe rynki finansowe i światową gospodarkę. Mając na uwadze dramatyczne załamanie gospodarcze z początku 2020 oraz panikę na rynkach finansowych (w ujęciu minionego roku), było to prawdopodobnie jedyne słuszne rozwiązanie, które zapobiegło depresji i załamaniu systemu finansowego. W dłuższej perspektywie może jednak prowadzić do spadku siły nabywczej pieniądza i aktywów nominalnych. Aby temu zapobiec inwestorzy powinni stopniowo zwiększać w swoich portfelach udział realnych aktywów, takich jak akcje, obligacje wysokodochodowe, złoto czy też nieruchomości (jeśli dotąd nie posiadają takiej ekspozycji), kosztem depozytów oraz obligacji skarbowych (zwłaszcza z krajów rozwiniętych przynoszących stopy zwrotu nie tylko poniżej poziomu inflacji, ale wręcz ujemne).

Podstawowym ryzykiem dla naszego optymistycznego scenariusza jest potencjalne załamanie gospodarcze. Jego materializacja może mieć miejsce, wskutek znacznie bardziej dotkliwego przebiegu kolejnych fal pandemii Covid-19, niż obecnie dyskutowane przez rynek lub podważenie (z dowolnych powodów) skuteczności szczepionek. W naszej ocenie, jednak tylko problemy ze szczepionkami mogą ostatecznie zanegować nasz optymistyczny scenariusz. Firmy i społeczeństwa nauczyły się już w dużej mierze żyć w warunkach pandemii, co widać też w odporności sektora przemysłowego jesienią 2020 r. Dotkliwszy przebieg pandemii sprawi prawdopodobnie, iż pakiety stymulacyjne będą jeszcze większe. W konsekwencji, po okresie perturbacji, rynki w większym stopniu będą dyskontować oczekiwany przez nas pozytywny scenariusz. Z drugiej strony istnieje też możliwość gwałtownej, szybszej niż obecnie, dyskutowanej przez rynek, poprawy gospodarczej i wybuchu inflacji, która spotkałaby się z gwałtowną reakcją ze strony banków centralnych. Wydaje się jednak, że po dramatycznych wydarzeniach z 2020 r. zarówno banki centralne, jak i rządy, będą chciały poczekać na utrwalenie się pozytywnych trendów, zanim zdecydują się na wyraźniejsze kroki ograniczające koniunkturę. Paradoksalnie, kolejna fala pandemii, która obecnie ma miejsce, tym bardziej zdaje się mitygować to „ryzyko”.

Stopy zwrotu oraz wybrane indeksy (stan na 30.12.2020)

rynek	indeks	poziom bieżący	miara zmiany	zmiana narastająco do 30.12.2020 r.						stopa zwrotu - w latach kalendarzowych		
				1 M	3 M	6 M	12 M	5 Y	10 Y	2020	2019	2018
WALUTY												
euro	dolar	1,22	%	2,42	4,22	8,74	8,94	12,47	-8,73	8,94	-2,22	-4,48
dolar	jen	103,25	%	-1,02	-2,11	-4,34	-4,94	-14,12	27,28	-4,94	-0,98	-2,66
euro	złoty	4,56	%	1,84	0,67	2,59	7,20	7,03	15,05	7,20	-0,82	2,67
dolar	złoty	3,73	%	-0,59	-3,42	-5,65	-1,61	-4,83	26,03	-1,61	1,53	7,26
frank	złoty	4,22	%	2,09	0,56	1,03	7,64	7,78	33,21	7,64	2,90	6,73
SUROWCE												
ropa (WTI)	baryłka (Nowy Jork)	48,52	%	7,01	20,64	23,55	-20,54	30,99	-46,90	-20,54	34,46	-24,84
miedź	tona (Londyn)	7766,00	%	2,45	16,40	29,11	25,79	65,06	-19,10	25,79	3,50	-17,69
złoto	uncja (Londyn)	1898,36	%	6,83	0,66	6,59	25,12	78,90	33,56	25,12	18,31	-1,56
Indeks surowców	Bloomberg Commodity Index (EUR)	63,85	%	2,64	5,63	10,48	-11,36	-11,69	-47,45	-3,50	5,44	-12,99
Indeks surowców	NYSE Arca Gold Miners (EUR)	823,86	%	2,14	-11,47	-9,15	12,52	134,58	-35,43	22,50	39,72	-9,62
RYNEK PIENIĘŻNY												
USA	USDLIBOR 3 M	0,24	bps	1,08	0,45	-6,36	-167,00	-37,43	-6,44	-167,00	-89,93	111,34
Euro	EUROLIBOR 3 M	-0,55	bps	-1,90	-4,70	-12,30	-16,20	-41,40	-155,10	-16,20	-7,40	2,00
Polska	WIBOR 3 M	0,11	bps	-1,00	-1,00	-5,00	-150,00	-151,00	-374,00	-150,00	-1,00	0,00
OBLIGACJE												
USA 10 Y	rentowność (yield)	0,91	bps	7,43	22,92	25,71	-100,43	-135,62	-238,03	-100,43	-76,67	27,88
Niemcy 10 Y	rentowność (yield)	-0,57	bps	0,20	-4,70	-11,50	-38,40	-119,80	-353,20	-38,40	-42,70	-18,50
Polska 10 Y	rentowność (yield)	1,24	bps	0,10	-7,40	-14,90	-88,30	-170,70	-481,90	-88,30	-70,60	-47,80
US IG	ICE BofAML US Corporate Index	3567,63	%	0,49	2,99	4,73	9,81	38,34	72,81	9,81	14,23	-2,25
EU IG	ICE BofAML Euro Corporate Index	318,73	%	0,15	1,95	3,97	2,65	15,68	47,17	2,65	6,25	-1,14
US HY	ICE BofAML US High Yield	1498,42	%	1,91	6,48	11,49	6,17	49,91	89,91	6,17	14,41	-2,26
EUR HY	ICE BofAML Euro High Yield	335,58	%	0,83	5,46	8,20	2,76	28,33	86,22	2,76	11,29	-3,63
AKCJE												
USA – szeroki rynek	S&P 500	3756,07	%	3,71	11,69	21,15	16,26	83,77	198,66	16,26	28,88	-6,24
USA – duże spółki	DJIA	30606,48	%	3,27	10,17	18,57	7,25	75,65	164,36	7,25	22,34	-5,63
USA – średnie spółki	Russell Mid Cap Value	4513,68	%	4,63	20,43	28,14	4,96	59,10	171,15	4,96	27,06	-12,29
USA – małe spółki	Russell 2000 Value	12929,50	%	7,92	33,36	36,77	4,63	58,53	129,43	4,63	22,39	-12,86
Euro – szeroki rynek	STOXX Europe 600	879,59	%	2,58	10,82	11,52	-1,99	24,76	91,24	-1,99	26,82	-10,77
Euro – małe i średnie	STOXX Europe 200 Small	660,41	%	5,24	14,37	20,72	4,78	39,88	124,72	4,78	29,09	-12,88
Niemcy	DAX	13718,78	%	3,22	7,51	11,44	3,55	27,70	98,41	3,55	25,48	-18,26
Wielka Brytania	FTSE250	20488,30	%	5,96	18,32	19,68	-6,38	17,55	77,25	-6,38	25,03	-15,56
Japonia	NIKKEI 225	27444,17	%	3,82	18,37	23,13	16,01	44,19	168,30	16,01	18,20	-12,08
Emerging Markets	MSCI EM	1291,26	%	7,15	19,34	29,76	15,84	62,60	12,15	15,84	15,42	-16,63
Region Pacyfiku	MSCI AC Asia Pacific ex Japan	1800,01	%	6,69	19,21	30,61	22,75	86,12	87,55	22,75	19,48	-13,68
Greater China	45% MSCI China 10/40	3336,03	%	4,59	16,47	27,59	28,10	74,97		28,10	19,35	-20,06
Ameryka Łacińska (Lat. Am)	MSCI Emerging Markets Latin Am.	2451,76	%	11,60	34,11	31,35	-15,97	33,99	-46,86	-15,97	13,71	-9,27
Europa Wsch. + Bliski Wschód	MSCI EM Europe & Mid. East	249,21	%	5,10	13,46	13,30	-11,02	18,14	-44,63	-11,02	13,70	-11,56
Rosja	RTSI \$	1387,46	%	8,23	17,73	14,42	-10,42	83,27	-21,62	-10,42	44,93	-7,42
Węgry	BUX	42107,57	%	8,57	27,90	17,56	-8,63	76,03	97,44	-8,63	17,74	-0,61
Czechy	PX	1027,14	%	6,28	18,29	11,89	-7,93	7,40	-16,14	-7,93	13,08	-8,50
Brazylia	BOVESPA	119017,20	%	9,30	25,81	25,21	2,92	174,55	71,73	2,92	31,58	15,03
Indie	S&P BSE SENSEX	47751,33	%	8,16	25,44	36,76	15,75	82,83	132,83	15,75	14,38	5,91
Chiny	SHCOMP	3473,07	%	2,40	7,92	16,36	13,87	-1,87	23,68	13,87	22,30	-24,59
Polska – szeroki rynek	WIG	57025,84	%	8,33	15,41	15,04	-1,40	22,72	20,08	-1,40	0,25	-9,50
Polska – duże spółki	WIG20	1983,98	%	8,41	15,84	12,80	-7,73	6,71	-27,70	-7,73	-5,56	-7,50
Polska – średnie spółki	mWIG40	3976,50	%	6,65	11,64	14,65	1,75	11,48	41,75	1,75	-0,03	-19,35
Polska – małe spółki	sWIG80	16096,36	%	8,35	13,18	20,02	33,64	21,84	31,72	33,64	13,94	-27,57

Źródło: Opracowanie własne Pekao TFI na podstawie danych z serwisu Bloomberg stan na dzień 30.12.2020 r.

Prognozy makroekonomiczne

WZROST PKB (%)			INFLACJA (%)			KURSY WALUTOWE (4 KW.)		
	2021	2022		2021	2022		2021	2022
Polska	3,7	4,3	Polska	2,4	2,5	USDPLN	3,54	3,42
Stany Zjednoczone	3,9	3,1	Stany Zjednoczone	2,0	2,1	EURPLN	4,36	4,34
Strefa Euro	4,6	3,7	Strefa Euro	0,9	1,2	CHFPLN	3,96	3,88
Chiny	7,4	5,2	Chiny	1,6	2,3	GBPPLN	4,79	4,93
Kraje rozwijające się	5,1	5,1	Kraje rozwijające się	3,4	3,4			
Kraje rozwinięte	4,0	3,2	Kraje rozwinięte	1,6	1,8			

Źródło: Opracowanie własne Pekao TFI na podstawie danych z serwisu Bloomberg stan na dzień 04.01.2021 r.

Słowniczek

OECD Total Composite leading indicator – jest to wskaźnik wyprzedzający, który ma na celu dostarczenie wczesnych sygnałów o punktach zwrotnych w cyklach koniunkturalnych. Pokazuje on wahania aktywności gospodarczej wokół jej długoterminowego poziomu potencjału (czyli wartości 100). Jego konstrukcja koncentruje się na punktach zwrotnych (szczytach i spadkach). Pokazuje on kierunki zmian – a nie ich zakres wartościowy.

ISM – to wskaźnik wyprzedzający obrazujący aktywność w sektorze przedsiębiorstw przemysłowych. Jego odpowiednik europejski nosi nazwę PMI. Jest on ogłaszany przez amerykański Institute for Supply Management. Jak interpretować jego wartość? Wartość wskaźnika powyżej 50 oznacza rozwój gospodarczy, natomiast wartość poniżej 50 oznacza dekoniunkturę gospodarczą.

implicite [wym. *implic-ite*] – oznacza: „do wywnioskowania z kontekstu, domyślnie”.

Luka popytowa – jest często używaną miarą, zwana także luką produkcyjną lub luką PKB. Definiowana jest jako różnica między faktyczną ilością dóbr – towarów i usług – wytworzonych przez daną gospodarkę a ilością, jaką jest ona zdolna wytworzyć (produkcją potencjalną).

Presja inflacyjna – sytuacja w gospodarce danego kraju, w którym bardziej prawdopodobny jest wzrost inflacji niż jej obniżenie. Może one wynikać np. z wzrostu płac lub produktów. Często jej mechanizm w warunkach ożywienia gospodarczego jest interpretowany poprzez wzrost optymizmu konsumentów związany z owym ożywieniem gospodarczym i oczekiwanym wzrostem dochodów gospodarstw domowych. To powoduje zwiększenie popytu konsumpcyjnego (ludzie więcej kupują), umożliwiając podwyższenie cen produktów finalnych przez przedsiębiorstwa bez obaw o zmniejszenie popytu na te produkty (skoro jest tak wielu chętnych to jeśli będzie drożej i tak uda nam się sprzedać ile zamierzamy, nawet jeśli część z klientów zrezygnuje).

Krzywa dochodowości – najbardziej popularna dotyczy obligacji rządowych. W uproszczeniu obrazuje ona rentowność obligacji (o zbliżonym ryzyku), ale o różnym terminie zapadalności. Przedstawia zatem wartości rentowności dla obligacji o krótkich terminach zapadalności (rok, dwa lata) aż do tych najdłuższych (dziesięć a czasami nawet i 50 lat). Krótki koniec krzywej rentowności znajduje się po lewej stronie wykresu. Reprezentuje rentowność obligacji o krótkich terminach. Natomiast długi koniec – po przeciwnej. Zazwyczaj rentowności krótkich obligacji są niższe niż tych dłuższych. Połączenie tych wartości – daje linię wznoszącą się z lewej strony ku prawej. Wystromienie krzywej rentowności w uproszczeniu ma miejsce, gdy spadną rentowności na krótkim końcu, lub wzrosną na długim. Linia staje się bardziej stroma.

Duration (pol. *duracja*) – gdzie jednostką miary jest czas, w latach. Czas ten jest miarą wrażliwości zmian ceny obligacji na zmiany rynkowych stóp procentowych. Określenie tego czasu pozwala na uporządkowanie obligacji ze względu na ryzyko stopy procentowej. Im dłuższe duration tym większa zmiana ceny danej obligacji przy zmianie poziomu stóp, wg zasady: stopy rosną – cena obligacji spada i odwrotnie. Z drugiej strony duracja wskazuje na średni okres zwrotu, po jakim odzyskamy pieniądze włożone do danej inwestycji. Im wyższa duracja (czyli wyższy średni okres zwrotu zainwestowanych środków), tym zazwyczaj większe wahania ceny. Obligacje z wyższą duracją oferują zazwyczaj większą rentowność.

ESG – skrót od E – Środowisko (z ang. *environmental*), S – Społeczna odpowiedzialność (z ang. *social responsibility*) i G – Ład korporacyjny (z ang. *corporate governance*).

Cykl koniunkturalny – zmiany ogólnego poziomu aktywności gospodarczej (stanu gospodarki) zachodzące w miarę systematycznie w długim okresie obserwacji. Na cykl koniunkturalny składają się z reguły cztery kolejne fazy: ożywienie, boom, spowolnienie, recesja.



Informacja prawna

Źródło danych: Opracowanie własne Pekao TFI na podstawie danych z serwisu Bloomberg, o ile nie wskazano inaczej. Dane w materiale odnoszą się do przeszłości i nie stanowią pewnego wskaźnika na przyszłość.

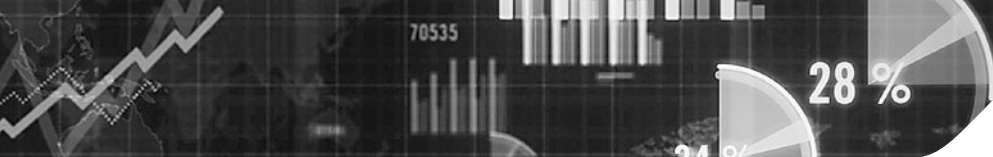
Niniejszy materiał ma charakter informacyjny i został sporządzony przez Pekao TFI S.A. w celu reklamy i promocji funduszy/subfunduszy Pekao. Nie stanowi on oferty w rozumieniu przepisów ustawy z dnia 23 kwietnia 1964 r. – Kodeks cywilny, jak również usługi doradztwa inwestycyjnego oraz udzielania rekomendacji dotyczących instrumentów finansowych lub ich emitentów w rozumieniu ustawy z dnia 29 lipca 2005 roku o obrocie instrumentami finansowymi, a także nie jest formą świadczenia pomocy prawnej ani doradztwa podatkowego. Treści zawarte w materiale nie spełniają definicji badań inwestycyjnych, o których mowa w art. 36 ust. 1 pkt a) i b) rozporządzenia delegowanego Komisji (UE) 2017/565 z dnia 25 kwietnia 2016 r. uzupełniającego dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE w odniesieniu do wymogów organizacyjnych i warunków prowadzenia działalności przez firmy inwestycyjne oraz pojęć zdefiniowanych na potrzeby tej dyrektywy. Materiału nie należy traktować jako informacji rekomendującej lub sugerującej strategię inwestycyjną i rekomendacji inwestycyjnej opisanych w art. 3 ust. 1 pkt 34) i 35) rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 z dnia 16 kwietnia 2014 roku w sprawie nadużyć na rynku.

W materiale wykorzystano źródła informacji, które Pekao TFI S.A. analizując z najwyższą starannością, uważa za rzetelne i wiarygodne. Nie istnieje jednak gwarancja, iż są one w pełni wyczerpujące i w pełni odzwierciedlają stan faktyczny. Wszelkie opinie i oceny zawarte w niniejszym materiale wyrażają wyłącznie opinię ich autorów. Dane odnoszą się do przeszłości i nie stanowią pewnego wskaźnika na przyszłość. Powielanie, publikowanie bądź rozpowszechnianie w jakikolwiek inny sposób całości lub części materiału bez zgody Pekao TFI S.A. jest zabronione.

UWAGA! Inwestowanie w fundusze inwestycyjne wiąże się z ryzykiem wynikającym z wahań cen na rynkach, zmian wysokości stóp procentowych, kursów walut itp. Uczestnik powinien mieć świadomość możliwości osiągnięcia zysku, ale również poniesienia straty. Przed podjęciem decyzji inwestycyjnej zalecane jest zapoznanie się z prospektem informacyjnym odpowiedniego funduszu zawierającym szczegółowy opis czynników ryzyka związanego z inwestowaniem i zwięzły opis praw uczestników, a także kluczowymi informacjami dla inwestorów oraz informacjami dla klienta alternatywnego funduszu inwestycyjnego, które, wraz z informacjami o opłatach i sprawozdaniach finansowych funduszy/subfunduszy, są dostępne w jęz. polskim u podmiotów prowadzących dystrybucję i na stronie **www.pekaotfi.pl**. Lista prowadzących dystrybucję dostępna jest na **www.pekaotfi.pl**. Lista funduszy i subfunduszy Pekao, informacje na temat ich połączeń, przekształceń oraz zmian nazw znajdują się na **www.pekaotfi.pl**. Odpowiedzialność za decyzje podjęte wyłącznie na podstawie niniejszego materiału ponoszą jego odbiorcy. Historyczne wyniki inwestycyjne funduszy/subfunduszy nie są gwarancją osiągnięcia podobnych w przyszłości. Żaden fundusz inwestycyjny nie gwarantuje realizacji założonego celu inwestycyjnego ani uzyskania określonego wyniku inwestycyjnego. Indywidualna stopa zwrotu z inwestycji nie jest tożsama z wynikiem inwestycyjnym funduszu/subfunduszu i jest uzależniona od dnia zbycia oraz dnia odkupienia jednostek uczestnictwa przez fundusz, a także od wysokości pobranych opłat, które obniżają wartość inwestycji oraz obowiązków podatkowych obciążających uczestnika, w szczególności wysokości podatku od dochodów kapitałowych zależnego od indywidualnej sytuacji podatkowej uczestnika. Uczestnictwo w funduszach inwestycyjnych Pekao wiąże się z opłatami manipulacyjnymi oraz opłatami za zarządzanie, których wysokość jest podana w prospektach informacyjnych i tabelach opłat. Wskazane opłaty obniżają stopę zwrotu z inwestycji. Zasady ustalania i pobierania opłat zawiera prospekt informacyjny. Wysokość stawki opłaty manipulacyjnej jest uzależniona od wysokości dokonywanej wpłaty oraz salda wszystkich kont uczestnika objętych prawem akumulacji wpłat zgodnie z prospektem i statutem danego funduszu.

Pekao Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych Spółka Akcyjna z siedzibą w Warszawie, 02-674 Warszawa, ul. Marynarska 15, wpisana do rejestru przedsiębiorców Krajowego Rejestru Sądowego Sądu Rejonowego dla m. st. Warszawy, XIII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego, pod numerem KRS 0000016956, posługująca się numerem NIP 521 11 82 650. Kapitał zakładowy: 50 504 000 złotych, łączna kwota uiszczonych wkładów równa kapitałowi zakładowemu. Pekao TFI S.A. działa na podstawie zezwolenia Komisji Nadzoru Finansowego.

Data sporządzenia komentarza: 15.12.2020 r.



Pekao TFI

Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych



Pekao Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych S.A.

ul. Marynarska 15
02-674 Warszawa

Centrum Obsługi Klienta

801 641 641

+48 (22) 640 40 40*

www.pekaotfi.pl

opłata wg cennika operatora

* dla dzwoniących z zagranicy oraz telefonów komórkowych

Pekao Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych Spółka Akcyjna z siedzibą w Warszawie, 02-674 Warszawa, ul. Marynarska 15, wpisana do rejestru przedsiębiorców Krajowego Rejestru Sądowego Sądu Rejonowego dla m. st. Warszawy, XIII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego, pod numerem KRS 0000016956, posługująca się numerem NIP 521 11 82 650. Kapitał zakładowy: 50 504 000 złotych, łączna kwota uiszczonych wkładów równa kapitałowi zakładowemu. Pekao TFI S.A. działa na podstawie zezwolenia Komisji Nadzoru Finansowego.